

Q3 经营加速复苏，盈利能力提升

——玲珑轮胎（601966）2020 三季度报点评

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2020 年 10 月 22 日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhqz.com

陈兰芳

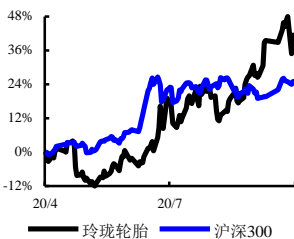
SACNo: S1150520090001

022-23839069

chenlf@bhqz.com

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	29.22

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《Q2 经营明显复苏，发力新零售提升成长预期——玲珑轮胎（601966）2020 年半年报点评》2020/8/12

《Q1 业绩继续高增，防御特性强——玲珑轮胎（601966）一季报点评》2020/4/22

投资要点:

● Q3 经营加速复苏，盈利能力提升，资本性支出高增

1) 前三季度公司实现营收 132.47 亿元，同比增长 5.90%，其中，Q3 营收 50.03 亿元，同环比增长 19.14%/7.32%，延续 Q2 以来的复苏走势，得益于疫情防控下下游需求的恢复以及公司“新零售”模式的持续发力。Q3 轮胎销量 1743.91 万条，同环比增长 18.59%/17.08%，对应单胎均价 282.84 元/条，同比略增 0.01%，产品结构继续优化。2) 前三季度公司实现归母净利润 15.99 亿元，同比增长 31.64%，其中，Q3 为 7.02 亿元，同环比增长 43.50%/33.76%，表现持续强于收入端，对应毛利率/净利率同比提升 2.56/2.38pct，系原材料成本持续下降（五项主要原材料价格同比降 12.79%）以及费用控制得当（Q3 期间费用率同比降 0.66pct）。3) 前三季度公司经营性现金流净额 24.47 亿元，同比增长 34.88%，其中，Q3 为 11.73 亿元，同比增长 58.85%，现金流状况良好，经营质量较高。公司持续投资扩建产能以更好的开拓国内外市场，前三季度资本性支出 15.71 亿元，同比增长 59.14%，其中，Q3 同比增长 58.20%至 6.96 亿元，最新投资荆州基地项目的定增已获审核通过。

● 行业优化，国内胎企竞争力提升

1) 全球轮胎市场规模可观。根据美国轮胎商业数据，2018 年全球轮胎销售额达 1686 亿美元，2007-18 年复合增速 2.50%，按照约 3/4 的轮胎需求在替换市场的判断，我们预计，全球轮胎市场将保持较为稳定的增长。虽然目前国内胎企仍主要处于全球第三/四梯队，竞争力较弱，但近 20 年来，三巨头 BMG（普利司通、米其林和固特异）市场份额持续下滑，2018 年三家总销售额仅占世界市场的 37.16%，相比 2008 年减少超过 9 个百分点。与此同时，国内胎企竞争力在持续提升，进入世界轮胎 75 强的数量和销售额占比都呈上升趋势，据统计，2008-18 年间销售额占比提升了近 6 个百分点。2) 当前政府正严格要求轮胎行业出清落后产能，提升行业集中度。据中国橡胶轮胎协会统计，纳入统计部门监测的轮胎工厂从过去的 500 多家已下降到 390 家，通过 CCC 安全产品认证的汽车轮胎工厂从 300 多家减少到 225 家，供给端优胜劣汰进程持续推进。我们认为，随着国内轮胎行业持续整顿出清，行业市场集中度有望持续提升，整体竞争力逐步提升的国内优质头部胎企未来有望持续受益。

● 公司发力新零售，加大产能布局，量利齐升赢未来

1) 今年是公司新零售元年，通过与腾讯云、华制智能联合开发智慧营销平台，打造线上线下相结合的玲珑新零售，实现从公司--经销商--门店的全面转型，由单一的轮胎销售转变为整车全方位服务。我们预计，随着新零售渠道布局日渐完善，未来公司在零售市场有望延续 Q2 以来的快速增长走势，公司销量仍值得期待。2) 积极开发原配与售后胎市场，目前公司是国内唯一同时进入奥迪、

大众、通用、福特等世界知名车企供应商体系的自主胎企；同时，今年3月公司最新提出“6+6”发展战略，其中国内新增长春基地，公司持续加大产能布局，从而更好的满足市场开发与产销增长需求，实现中长期成长为竞争力强的国际知名胎企的目标。3)随着持续开发大众福特等中高端优质客户，加快海外布局，未来公司产品结构有望持续改善，单胎均价稳步提升，盈利能力稳步改善。

● 盈利预测，维持“增持”评级

综上分析，我们预计公司2020-2022年EPS为1.73/2.10/2.49元/股，对应PE分别为17/14/12倍，公司作为国内轮胎领域优质领先标的，竞争力有望不断增强，市场份额有望持续提升，维持“增持”的投资评级。

风险提示：全球疫情控制低于预期；公司市场开拓低于预期；原材料涨价超预期；期间费用增长超预期；汇率风险；海外地区事件风险

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	15,302	17,164	19,144	21,950	25,132
(+/-)%	10%	12%	12%	15%	14%
经营利润 (EBIT)	1464	1987	2674	3137	3646
(+/-)%	0%	36%	35%	17%	16%
归母净利润	1181	1668	2265	2752	3266
(+/-)%	13%	41%	36%	22%	19%
每股收益 (元)	0.98	1.39	1.73	2.10	2.49

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4429	3744	3829	4390	5026	营业收入	15302	17164	19144	21950	25132
应收票据	773	0	739	652	572	营业成本	11675	12614	13784	15782	18020
应收账款	2912	2720	3147	3754	4137	营业税金及附加	117	98	101	137	144
预付款项	200	316	394	521	659	销售费用	909	1064	1110	1251	1445
其他应收款	33	33	43	46	53	管理费用	450	520	565	626	729
应收利息		870	870	870	870	研发费用	550	730	794	900	1030
存货	2447	2759	2946	3335	3844	财务费用	233	321	303	256	226
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-160	-230	-196	-200	-202
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失	0	-23	-23	-23	-23
其他流动资产						公允价值变动净收益	20	21	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	其他收益	35	70	91	92	93
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	18	-4	-4	-4	-4
固定资产	10130	11612	12562	13511	14286	资产处置收益	-2	-4	-4	-4	-4
在建工程	1336	1395	1698	1749	1624	营业利润	1279	1648	2351	2861	3399
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-47	17	19	20	20
无形资产	789	761	609	457	304	税前利润	1231	1665	2371	2881	3419
长期待摊费用	4	3	3	3	2	减：所得税	50	-2	107	130	154
资产总计	25793	26581	29532	32469	35195	净利润	1181	1667	2264	2751	3265
短期借款	4781	3279	4208	4031	3061	归属于母公司的净利润	1181	1668	2265	2752	3266
应付票据	1526	1932	1746	2160	2503	少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
应付账款	2104	2097	2490	2751	3138	基本每股收益	0.98	1.39	1.73	2.10	2.49
预收款项	218	432	493	562	642	稀释每股收益	0.98	1.39	1.73	2.10	2.49
应付职工薪酬	94	144	144	144	144	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应交税费	99	47	47	47	47	成长性					
其他应付款	1075	1364	1364	1364	1364	营收增长率	9.9%	12.2%	11.5%	14.7%	14.5%
其他流动负债	96	26	34	44	57	EBIT 增长率	-0.2%	35.8%	34.6%	17.3%	16.2%
长期借款	2956	2374	2374	2374	2374	净利润增长率	12.7%	41.2%	35.8%	21.5%	18.7%
负债合计	15778	15549	16753	17332	17185	盈利性					
股东权益合计	10016	11032	12779	15138	18010	销售毛利率	23.7%	26.5%	28.0%	28.1%	28.3%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率	7.7%	9.7%	11.8%	12.5%	13.0%
净利润	1181	1667	2264	2751	3265	ROE	11.8%	15.1%	17.7%	18.2%	18.1%
折旧与摊销	963	1063	900	953	1001	ROIC	6.99%	9.94%	11.26%	12.05%	13.01%
经营活动现金流	1842	2800	1979	3190	3728	估值倍数					
投资活动现金流	-3057	-2323	-2004	-1804	-1504	PE	29.7	21.0	16.90	13.91	11.7
融资活动现金流	3109	-1645	109	-825	-1588	P/S	2.3	2.0	2.0	1.7	1.5
现金净变动	2051	-918	85	561	636	P/B	3.50	3.18	2.99	2.53	2.12
期初现金余额	2129	4180	3262	3347	3908	股息收益率	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
期末现金余额	4180	3262	3347	3908	4544	EV/EBITDA	16.7	13.2	12.4	10.6	9.0

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
所长&金融行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

 徐中华
 +86 10 6810 4898

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 陈兰芳
 +86 22 2383 9069

机械行业研究

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 宁前羽
 +86 22 2383 9174

非银金融行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845
 王磊
 +86 22 2845 1802

医药行业研究小组

 甘英健
 +86 22 2383 9063
 陈晨
 +86 22 2383 9062
 张山峰
 +86 22 2383 9136

银行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845
 吴晓楠
 +86 22 2383 9071

通信行业研究

 徐勇
 +86 10 6810 4602

传媒行业研究

 姚磊
 +86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

 刘瑛
 +86 22 2386 1670

餐饮旅游行业研究

 杨旭
 +86 22 2845 1879

家电行业研究

 尤越
 +86 22 2383 9033

宏观、战略研究&部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

固定收益研究

 朱林宁
 +86 22 2387 3123
 马丽娜
 +86 22 2386 9129
 张婧怡
 +86 22 2383 9130
 李济安
 +86 22 2383 9175

金融工程研究

 宋昉
 +86 22 2845 1131
 陈菊
 +86 22 2383 9135
 郭琳姗
 +86 22 2383 9127
 韩乾
 +86 22 2383 9192
 杨毅飞
 +86 22 2383 9154

金融工程研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 郝惊
 +86 22 2386 1600

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 严佩佩
 +86 22 2383 9070

博士后工作站

 张佳佳 资产配置
 +86 22 2383 9072
 张一帆 公用事业、信用评级
 +86 22 2383 9073

博士后工作站

 苏菲 绿色债券
 +86 22 2383 9026
 刘精山 货币政策与债券市场
 +86 22 2386 1439

综合管理

 齐艳莉 (部门经理)
 +86 22 2845 1625
 李思琦
 +86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995
 王文君
 +86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

 任宪功
 +86 10 6810 4615

风控专员

 张敬华
 +86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明